

连续加息后结构性抑制效应加大

◎ 国金证券宏观策略部

9月14日,中国人民银行决定自2007年9月15日起,上调金融机构人民币存贷款基准利率。这是央行年内第五次加息,并且距离第四次加息时间不足一个月。

一、宏观经济影响:抑制作用累积,未改长期增长格局

1、加息影响:信贷、投资、通胀
央行上次加息的原因在于“合理调控货币信贷投放,稳定通货膨胀预期”,而本次的动因变成:“加强货币信贷调控,引导投资合理增长,稳定通货膨胀预期”。从措辞上看,近期的投资反弹无疑引起了央行关注,而年内四次加息对于货币信贷的控制效果央行显然也不是很满意,对于不断创出新高通胀率,实际存款负利率情况,央行的担忧也并没有有效减弱。虽然央行对于加息动因的强调三者皆有,但是从今年以来央行加息的主要逻辑看,对于通胀和负利率方面的考虑无疑是最重要的因素。

2、央行年内还会加息吗:可能性为60%

决定央行是否还会加息,首先要考察通胀能否在年内显著回落或者实际利率能否在目前存款利率情况下转为正值。从需求和供给层面来看,我们认为年内CPI显著回落的可能性不是很大。而即使CPI不创出新高在目前水平徘徊,目前的实际利率仍然处于负值,央行仍然存在加息空间。而从投资来看,由于企业资产回报率维持在较高水平,企业投资动力依然充足,投资出现大幅回落的可能性不大,温和增长仍然是可以持续的。由于去年同期投资出现过明显回落,所以在基数影响下不排除投资增速再度小幅上升的可能。在CPI和投资的作用下,我们认为年内央行仍然存在再度上调利率的可能性,可能性为60%。

3、加息影响及后续政策

加息对于国内经济的强劲增长态势影响不是很大,国内投资、消费虽然受到的负面影响在逐级累积并逐渐向临界点逼近,但是对宏观经济仍然不构成改变增长趋势的实际影响。目前宏观经济增长风险主要集中在外部市场,美国“次按风波”的超预期发展和国内宏观经济走软迹象日益明显,可能将成为影响中国出口增长的最大不确定性,但是中国对欧盟出口快速增长可能会在一定程度上缓冲由此带来的不良影响。

对于年内后续的宏观调控政策,我们认为,提高利率(可能性60%)、提高存款准备金率(1-2次)、针对市场加大发行特别国债力度和再度发行定向央票、降低出口退税、限制高耗能高污染加工贸易发展,加快实际汇率水平升值和完善汇率形成机制将是主要的政策调控方向。

二、整体工业利润增长影响:紧缩意味渐浓

我们以2006年6月至2007年5月期间12个月的工业经济数据作为计算最新息税前利润率基础,按连续12个月的数据计算,达到8%的水平,但由于2007年7月、8月连续两个月工业增加值增长出现回

落,考虑这一因素,我们认为目前5年以上贷款利率已与工业总资产的息税前利率相当,3-5年贷款利率也与此一指标相当接近。

我们同时也以非金融类上市公司为群体进行测算,结果与整体工业相似,非金融类上市公司总资产息税前利润率在8.5%左右,剔除投资收益后为7.69%,略好于整体工业企业。但以目前贷款利率水平看,也是比较接近,并没有突出的优势。

我们认为,从货币政策角度看,银行体系资金成本对实体经济增长的关系基本达到既不刺激也不抑制状态。如果进一步加息,将抑制企业获取银行贷款的冲动,进一步抑制工业增长,或者企业将更多转向资本市场,利用发行股票与债券获得低成本资金。由于目前公司债市场还处于试点阶段,股票发行的限制也颇多,只有部分优质未上市企业和上市公司能在未来低成本资金获取方面拥有优势。

我们认为中国工业企业目前实现增长的机制在于:国际产业转移趋势下制造业比较优势的形成以及与发达国家之间形成产业互补关系,在这种架构下,工业企业增长具有较强的持续性,劳动力成本、汇率升值、外部环境等构成增长环境的重要变量也没有实质性变化,因此,目前货币政策的紧缩依然是增长节奏与增长周期的调整,并未损害到经济增长本身。

三、行业影响:结构性抑制效应明显加大

从静态财务成本测算角度,结构性抑制效应显著加大:零售、食品饮料、公路、机场、港口、机械设备、煤炭、有色等行业影响较小。由于连续加息累计效应显现,原本影响轻微的化肥、磷化工、塑料行业出现了5%-10%的负面影响,而负面影响超过10%的行业大幅增加:轮胎、农牧渔、造纸、化学药、医药商业、生物药。

以行业财务数据为基础测算加息带来的静态财务影响,与实际动态影响有一定差距,但依然可以清晰说明:今年以来连续加息对一些行业2008年增长的负面影响开始快速显现,如果四季度再次加息,这一效应扩大后量变将向质变转化,从而影响实体经济整体增速。

本次加息影响较大行业分析:
银行:此次加息对上市银行存贷差扩大幅度约为0.1%,目前银行业依然处于高景气状态,主要表现在:一是规模依然呈稳定高速增长;二是证券市场的高景气以及经济景气带动了上市银行中间业务的高增长;三是上市银行的资产质量处于优化状态,相对于其它行业的蓝筹股,银行股估值相对安全。

房地产:行业优质公司在2007年大多完成股权融资,有息负债并不沉重,因此加息对优质公司利润影响较轻。加息虽然带来按揭成本的上升,但仍在承受范围之内,居民不会因为还款成本的增长而放弃购房计划。维持行业增持评级。

轮胎:由于财务费用相对较高,加息对2008年行业产生了10%以上的负面影响,当然这是基于2006年数据推测的。实际上,今年以来轮胎行业由于产品提价、原材料降价,行业利润可能提升5%以上,加

息影响减弱。如果四季度再次加息27个基点,则2008年行业利润将降低13%,负面影响开始显现。

农牧渔:本次加息对农牧渔行业有一定影响,对行业内重点企业东方海洋、好当家2007年、2008年净利润有一定影响,但对通威股份、獐子岛、国投中鲁、顺鑫农业等公司影响甚微。

医药:对于生物制药、医药商业、化学制药的影响较中成药业大。但我们仍然认为,具有抗周期性的医药行业整体开始走出2006年的行业景气最低谷,目前行业正处于整体景气回升阶段。

化肥:本次加息从短期来看会增加化肥类上市公司的财务费用,是不利的,但从长期来看可以抑制产能过快增长,是有利的。

半导体:从静态角度看,本次加息对元件制造行业影响有限,但对器件和集成电路制造行业影响较大。

造纸:本次加息对造纸行业影响是负面的,但由于该行业目前主要影响因素来自于行业产能的扩张以及原材料的价格走势,对这两个影响因素我们依然认为产能扩张趋缓、原料价格未来将下降,同时由于产能扩张趋缓以及国家关闭小产能企业的刺激,目前国内纸品价格上涨体现了行业好转态势,我们给予“增持”投资评级。

水泥:从静态角度看,本次加息对水泥行业短期有一定财务压力,对利润有一定负面影响,但中长期而言,将是行业内结构性调整的催化剂。由于海螺水泥、华新水泥、冀东水泥都公布了融资方案,海螺水泥和冀东水泥方案顺利通过的可能性很大,我们的测算显示加息对公司影响甚微;对于华新水泥,由于其

融资方案尚存变数,测算结果显示影响较大。如果其向HOLCIM定向增发事宜年内有进展,则对其影响将低于测算。

四、投资策略:坚持主流,增加防御

市场估值水平提升过快,中报业绩的快速增长已经基本反映到股价中,沪深300的2007年动态估值超过35倍,2008年超过27倍。如果估值水平进一步提升,则需要包括实体经济增长、充裕的资金等方面提供新的推动力。

1、实体经济增长:超预期难度加大

工业增加值有所回落,显示利润增长趋势在中期有一定放缓迹象。虽然上市公司利润释放还与其它因素相关,如资产注入、管理层激励、投资收益等,但工业经济增长有所放缓导致资本市场获得超预期利润增长的难度在加大,尤其是连续加息对未来一年利润增长形势的负面影响在逐步累积。

2、资金供求关系:分流压力逐步加大

市场资金的供给主要受贸易顺差与储蓄分流的推动。中国出口增速有所回落的主要原因是出口退税以及出口关税政策的变化,外部环境的负面影响并不明显,并且这种出口增长略有放缓也没有影响到中国获取贸易顺差的能力。而目前在负利率水平驱动下,储蓄分流趋势仍然相当明显,表明居民资金在积极进入A股市场。

四季度,市场资金分流效应开始加大,我们主要关注三方面变化:QDII与港股直通车、大型国企回归、“大小非解禁”。

市场供给长期看依然比较乐观,但随着宏观经济政策进一步趋紧,来自储蓄分流的资金供给在短期受市场波动预期等因素影响,出现阶段性放缓的风险也不能忽视。同时阶段性资金需求的快速增加,让我们对资金推动型市场运行格局的持续性保持一定谨慎。

3、四季度市场:持中性态度

目前宏观政策的紧缩效应在逐步显现,而A股市场在估值水平快速上升后缺乏进一步提升的动力。除了储蓄分流因素外,其它推动市场估值水平提高的因素都在逐步弱化,而连续加息继续放大了这种抑制作用。因此,我们并不认同加息对资本市场的影响是所谓利空出尽的看法,而是更为关注这种抑制效应的累积。我们认为市场短期内可能进入强势整理阶段,但基于目前强劲的工业增长以及产生流动性基础依然牢固,长期而言,我们继续看好国内A股市场,未来一年市场仍将保持震荡上行态势。

4、行业配置建议:坚持主流,增加防御

在行业配置上,受益于通胀与升值环境的配置是值得坚持的主流配置,继续看好上游资源品、金融地产和消费品。同时,市场风格也正由大市值转向小市值。由于工业增长出现阶段性放缓,而一般来,小市值品种与工业经济增长波动的关联性相对较弱,这将有利于促进小市值品种获取超额收益能力的提高。

考虑到市场风格的转换以及阶段性市场波动特征,建议可以增加:品牌消费品、电子、电力、百货、饮料、机场等行业配置。

(执笔:陈东、杨帆)

加息对行业的影响(根据假设静态计算)

分类	对2008年利润影响程度	行业
影响轻微	5%以内	钢铁、玻璃、纺织化学品、汽车、电力设备、轴承、船舶、公路、机场、通用设备、专用设备、煤炭、水运、航空、港口、零售、电子元件、房地产、食品饮料
一般影响	5%-10%	水泥、纯碱、电力、铁路设备、纺织、中成药、电子器件、集成电路、化肥、磷化工、塑料
影响较大	大于10%	生物制药、铁路、轮胎、农牧渔、造纸、化学药、医药商业

对2008年利润影响超过5%的重点公司

行业与重点公司	资产负债率(%)	本次加息对2007年净利润影响(%)	本次加息对2008年净利润影响(%)	假设今年四季度再次加息27个基点对2008年净利润影响(%)
纯碱行业				
山东海化	57.78	-0.37	-5.24	-6.45
化肥行业				
湖北宜化	60.09	-0.38	-5.41	-6.66
磷化工行业				
兴发集团	67.30	-0.56	-7.89	-9.71
纺织行业				
常山股份	56.30	-0.54	-12.20	-15.23
山东海龙	73.94	-0.74	-21.39	-26.39
新乡化纤	54.44	-0.28	-6.69	-8.31
孚日股份	73.68	-0.97	-11.65	-14.38
农牧渔行业				
东方海洋	41.35	0.01	-5.16	-6.37
水泥行业				
华新水泥	63.06	-0.52	-6.77	-8.36
造纸行业				
美利纸业	82.12	-1.00	-8.90	-11.02

券商研究机构评级显示最具成长性品种追踪

(统计日:8月17日至9月17日)

股票代码	股票简称	近3月预测数量	最新预测时间	2007E净利润同比(%)	2年复合增长率(%)	2006年PE/G	2007年一致预期			2008年一致预期		
							EPS	P/E	P/B	EPS	P/E	P/B
002064	华峰氨纶	6	8-29	575.21	198.23	0.771	2.174	21.919	8.207	2.863	16.646	6.174
000836	鑫茂科技	5	8-27	133.10	128.03	0.693	0.32	57.903	8.295	0.711	26.02	6.333
600627	上电股份	6	9-3	163.04	122.27	0.524	0.979	69.091	15.355	0.781	86.521	13.834
600176	中国玻纤	6	9-5	147.57	107.34	0.789	0.564	47.777	11.597	0.838	32.161	9.297
600432	吉恩镍业	4	8-24	185.33	88.32	0.82	2.64	28.826	12.634	3.228	23.579	9.101
600496	长江精工	4	9-7	60.69	87.26	0.822	0.423	43.181	5.84	0.923	19.798	4.544
600282	南钢股份	7	9-11	130.50	78.26	0.736	0.978	23.139	5.51	1.312	17.238	4.763
600875	东方电机	15	9-11	165.80	70.17	0.667	2.752	31.74	11.746	3.007	29.056	8.607
600736	苏州高新	4	8-30	54.07	69.91	0.828	0.422	43.248	4.864	0.785	23.236	4.463
000825	太钢不锈	22	8-23	105.85	55.60	0.847	1.448	22.281	6.589	1.716	18.805	5.293
600005	武钢股份	33	9-14	70.37	51.09	0.826	0.855	24.073	6.608	1.15	17.898	5.778
000900	现代投资	17	9-13	62.68	42.63	0.885	1.144	22.532	3.488	1.432	18.007	3.211
600636	三爱富	8	8-31	68.98	39.58	0.862	0.587	19.64	4.524	0.678	16.994	3.82

说明: 1)“最具成长性”是资本市场关注的永久主题,我们试图筛选出A股中未来两年最具成长性的品种,我们以次年净利润同比增长率、两年复合增长率以及PE/G来进行筛选。

2)成长性品种弹性较大,在牛市时往往涨幅远超大盘(本模版2006年初筛选的股票池在2006年度全年收益超过大盘70%以上),但一旦市场走熊往往跌幅也大于大盘。

3)在利用该模版进行筛选时,不应该只考虑成长性指标的大小,还应注意研究报告的时滞、各期上榜品种的调整变化状况等。这些信息上并未考虑,使用时可结合朝阳永续的一致预期数据库查询系统

(CONSENSUS DATA)和上市公司盈利预测系统(GO-GOAL)进一步挖掘研究。

(数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)

信息评述

中国证监会集中发布六项文件

中国证监会日前发布了《上市公司重大资产重组管理办法(征求意见稿)》、《关于规范上市公司信息披露和相关各方行为的通知》、《关于在发行审核委员会中设立上市公司并购重组审核委员会的决定》、《中国证券监督管理委员会上市公司并购重组审核委员会工作规程》、《上市公司非公开发行股票实施细则》和《公开发行股票的公司信息披露内容与格式准则第25号——上市公司非公开发行股票预案和发行情况报告书》6个文件。

申银万国:

6个文件中,比较重要的是《上市公司重大资产重组管理办法(征求意见稿)》和《上市公司非公开发行股票实施细则》。将这6个文件一起发布,是因为这些文件都是和上市公司并购重组紧密相关的。此次发布的6个文件中有两个文件是关于设立上市公司并购重组审核委员会的内容,设立上市公司并购重组审核委员会,意味着证监会将加大对上市公司并购重组的监管,促进上市公司并购重组审核工作的公开、公平和公正,有利于提高并购重组审核工作的质量和透明度。从制度建设角度,将有利于推动上市公司实质性并购重组的发展;《上市公司重大资产重组管理办法(征求意见稿)》将提高上市公司的重组成本,短期对投机性重组概念炒作造成打击。但是制度的出台,将鼓励长期投资性重组活动,提高其真实性和含金量;从央企、地方国企重组角度,《上市公司非公开发行股票实施细则》是预期的明朗化。之前很多央企和国企在等这个定向增发的细则,现在制度因素明朗,以定向增发为主要方式的资产注入和整体上市步伐可能会加快。长期来看,该法规重拾了资产重组的制度成本,将打击投机性重组,保护投资性重组。

齐鲁证券:

股权分置改革以来,市场逐渐步入正规化发展道路,而股改后时代的到来,市场中也出现了新现象、新问题,比如信息披露机制不完善,操纵行为时有发生,内幕交易也在一定范围内发生,诸如此类,给监管层提出了新的更高的要求。此次法律法规制度的相继出台将在打击操纵市场和内幕交易保护投资者利益方面取得更加深入的效果。近一段时期市场中有资产注入暨整体上市题材的个股表现异常活跃,相关规定尤其是《上市公司重大资产重组管理办法》的出台,加之上市公司并购重组审核委员会的设立将对此类题材上市公司造成影响,尤其是没有实质性操作进展的上市企业,投资者或将面临一定的投资风险。

企业年金委托入市需冷静看收益

保监会资金运营部副主任高艳在“企业年金安全增值研讨会”上表示,年金的安全和增值要从委托人做起,要对自己手里的年金有一个清醒的定位,不能盲目追求高收益而扭曲年金本身的特性。

国泰君安:

保监会领导的言论不是无的放矢。目前市场上各类机构投资者的投资性趋同现象比较严重,在大盘久居5000点之上的时候,保监会有必要为企业年金的投资策略定下一个基调,年金管理机构风险控制应该谨慎,应该把稳健性原则放在第一位。在委托管理人的时候,作为委托人的企业给管理人的投资指引应该制定合理的标准。如果制定不合理的高标准,无论管理人的承诺多么好,必然承受高风险,实际上已经失去了年金的特性。劳动保障部基金监督司司长陈良在谈到年金投资收益回报时曾强调指出:最好的投资回报不是最好,一直比较好的才是最好。

在目前大盘5000点以上如何保障企业年金基金的稳定增值,是关系到广大企业年金委托人退休后能否安度晚年的一项重要问题,选择一名优秀的投资管理人对至关重要。因此,选择企业年金投资管理人的重要标准之一要看其是否具有足够的资产负债匹配管理经验和技能。企业年金是一项长期运营的计划,其投资必须符合安全性、流动性、收益性的原则,所以必须通过经历资本市场起伏之后的一个长期业绩才能评判投资的好坏。另外,根据企业年金的特点,我们认为,在投资策略的选择上应该以稳健为主导,适当采取较为积极的投资策略应当是比较恰当的选择。当证券市场处于牛市时,适当增加成长型的股票投资。我国现有的基金运作多以主动投资为主,即通过基金管理人的积极管理,如个股选择和入市时机的把握,寻找潜在的获利机会。随着国内的被动投资(如指数基金)的发展普及,大部分养老金应该直接要求选择指数化的被动投资策略,不但可以降低非系统风险,还可以进一步降低管理成本。

行业评析

《中药注册管理补充规定(征求意见稿)》公布

国家食品药品监督管理局17日就《中药注册管理补充规定(征求意见稿)》向社会各界征求意见。

安信证券:

补充规定是SFDA和国家中医药管理局第一次为中药行业制定详细的药品注册管理办法,体现了国家对中药行业规范发展的重视,我们相信在《中医药创新发展规划纲要(2006-2020年)》大的政策方向指导下,相关制度将逐步健全、完善,中药行业将逐渐规范发展。中药行业投资重点是资源优势明显和创新能力强较强的上市公司,中药行业整体特点是宏观方面整体稳定性较强,行业景气度相对较高,微观方面行业内公司较多,竞争激烈,集中度较低。非常明显的表现是很难有企业垄断区域市场或者细分行业,优势企业仅靠品牌优势或者部分拳头产品取得高盈利。另外一个突出特点是国内中药行业龙头企业上市股本较小,总市值水平也都在200亿元以内,市值相对其它大行业上市公司的是小得“可怜”。中药行业作为典型的非周期性消费品行业,面临中国巨大的现有和潜在的市场空间,伴随着监管制度的不断完善和健全,加上中国人对中医药文化的理解和认同,我们相信优势企业将面临爆发式的发展机遇。